

أَعْنَا إِلَى
نَدْوَةِ التَّحْقِيقِ فِي الْحُكُومَةِ وَالْفِطْرَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ
فِي
مَوَاقِفِ الْمَشْرِوعَاتِ الْأَقْصَادِيَّةِ

مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي
جامعة الملك عبد العزيز

٢٠٤٠/٧/١٤هـ
١١-١٣/١٠/١٩٩٩م

تحرير
د. رفيق يونس المصري

مركز النشر العالمي
جامعة الملك عبد العزيز
جدة

أَعْيُنُ الْإِسْلَامِ
تَذَرُّعُ الْبَحْرِ بَيْنَ الْحُكُومَةِ وَالْفِطْرِ الْإِسْلَامِيِّ
فِي
مَوَاقِفِ الْمَشْرِوعِ وَالْإِقْصَادِ الْإِسْلَامِيِّ

المنعقدة في جدة
في الفتة

٢-٤/٧/١٤٢٠ هـ
١١-١٣/١٠/١٩٩٩ م

تحرير

د. رفيع بن يوسف المصري
مذكرات أبحاث الاقتصاد الإسلامي
جامعة الملك عبد العزيز

مركز النشر العالمي
جامعة الملك عبد العزيز
ص ب ٨٠٢٠١ - جدة ٢١٥٨٩
الطبعة الأولى (١٤٢٠ هـ)

© جامعة الملك عبد العزيز ١٤٢١ هـ (٢٠٠١ م)

جميع حقوق الطبع محفوظة .

الطبعة الأولى : ١٤٢١ هـ (٢٠٠١ م)

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الاهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية (١٤٢٠

: جدة)

اعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الاهلي في تمويل المشروعات

الاقتصادية المنعقدة في الفترة ٢ - ٤ / ٧ / ١٤٢٠ هـ . - جدة .

٤٩٥ ص ، ٢٤ سم

ردمك : ٨ - ٢٨٤ - ٠٦ - ٩٩٦٠

١- التنمية الاقتصادية - تمويل - ندوات ٢ - جامعة الملك عبدالعزيز -

ندوات أ- العنوان

٢١/٤٩٢٨

ديوي ٣٣٢,١٥٢

رقم الإيداع : ٢١/٤٩٢٨

ردمك : ٨ - ٢٨٤ - ٠٦ - ٩٩٦٠

مطابع جامعة الملك عبد العزيز

اختريات ..

تصدير

الجهات المثة

كلمات الا

كلمة مدير

كلمة معالي

المحاضرات

محاضرة معا

محاضرة الش

البحوث

المحور ١

تجربة البنك

بصيف إسلا

١- مقدمة

٢- مشاريع

١-٢

٢-٢

٢- المقاطا

٢-٣

دور صناديق الاستثمار في تمويل مشاريع البنية التحتية

للدكتور محمد علي القرني

جامعة الملك عبد العزيز بجدة

مقدمة

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر ، ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة ، لغرض الاستثمار بين أسواق العالم ، إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق . لم يزد عدد صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية ، سنة ١٩٤٠م ، عن ٦٨ صندوقاً ، حجمها مجتمعة ٥٠٠٠ مليون دولار ، وصلت في سنة ١٩٩٤م إلى ٥٠٠٠ صندوق مسجل رسمياً ، تصل الأموال فيها إلى أكثر من ٢٥ ترليون دولار^(١) . إن صناديق الاستثمار مهمة للمسلمين اليوم ، إذ يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين ، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز ، وأن تكون توطئة لأسلمة البنوك ، وجزءاً من برنامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي ، في أي بلد من بلاد المسلمين . وفي المملكة العربية السعودية تسوق البنوك نحو ٥٠ صندوقاً استثمارياً ، أكبرها جميعاً وأكثرها ربحاً هي الصناديق الإسلامية .

وسوف نبدأ أولاً في التعريف بالصناديق وأنواعها ، كما هي في العمل المصرفي التقليدي ، ثم نتقل إلى الصناديق الإسلامية .

١- ما هي صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هي محافظ تجتمع فيها المدخرات الصغيرة ، لتكون حجمًا من الأموال ، يمكن أن يستفيد من ميزات التنوع ، ويؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار . وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار (Investment Company) ، تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه . وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات ، عن طريق إصدار وحدات استثمارية ، متساوية القيمة عند الإصدار ، شبيهة بالأسهم .

٢- نبذة تاريخية

صناديق الاستثمار قديمة ، فهي تعود إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر . وقد عرفت صناديق الأسهم والسندات في بريطانيا ، منذ سنة ١٨٦٠ م . وفي الولايات المتحدة ، بلغ عدد هذه الصناديق ، سنة ١٩٢١ م ، أكثر من أربعين صندوقًا ، تتضمن عدة بلايين من الدولارات^(١) ، ثم نما عظيمًا حتى بلغ حجم هذه الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة ، سنة ١٩٨٠ م ، نحو ١٨٠ بليون دولار ، ثم تخطى حجمها ، في سنة ١٩٩٢ م ، ١٦٦ ترليون دولار^(٢) .

٣- ميزات الصناديق الاستثمارية

أ- التنوع والتركيز :

ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات ، متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد ، إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم . ولذلك توفر صناديق الاستثمار ، التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة ، الفرصة له في الاستفادة من محاسن التنوع ، حتى عند مستوى متدن من المدخرات الفردية ، وتؤدي عملية التنوع المذكورة إلى

١- (History of Corporate P. 196) .

٢- (Boggle 1993) .

قدر كبير من الاستقرار في العائد ، والحماية لرأس المال ، لأن توزيع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ، ودرجات متنوعة من المخاطر ، من حيث نوعية الاستثمار والموقع الجغرافي ... إلخ ، يحقق هذه النتيجة .

ومن جهة ثانية ، فإن من المستثمرين من لا يرغب في التنوع ، وإنما يفضل تركيز استثماراته في مجال واحد فقط . ومعلوم أن الودائع المصرفية لا تحقق هذا الغرض ، إذ إنها أيضاً تمثل محفظة استثمارية متنوعة . ولذلك يكون تحقيق رغبة هذا المستثمر ممكناً عن طريق الصناديق الاستثمارية المتخصصة . ونجد صناديق الاستثمار المتخصصة التي تستثمر في المعادن الثمينة فحسب .

ب- الإدارة المتخصصة

يمكن للصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة ، والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال ، نظراً للحجم الكبير للصندوق . هذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه ، إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعنى مدخراتهم الصغيرة ، حتى تصبح ذات حجم كبير ، يمكن من الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات .

ج- السيولة

تدل دراسات كثيرة على أن السيولة تعد أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين . ولا ريب أن الاستثمارات المباشرة ، وكذلك الفرص التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة ، هي أقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة ، وفي كثير من الأحيان أقل منها عائداً . ومن جهة أخرى فإن السيولة بالنسبة للحجم الصغير من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف ، حتى عند التوظيف في الأسهم ، وما شابها من الأوراق المالية ، ويعود ذلك للرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء ، من رسوم التسجيل ، وأجور السمسرة . ولذلك

يمكن القول إن صناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين ، لا يمكن لهم الحصول عليها ، من خلال الاستثمار المباشر .

د- الاقتراض (الرافعة)

ومن الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ، ولا تتوافر للأفراد ذوي المدخرات القليلة ، هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار ، وهو ما يسمى بالرافعة . فيمكن لصندوق استثمار للأسهم مثلاً أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم ، ثم يشتري بها أسهماً أخرى . ولما كان سعر الفائدة على القرض هو أقل ، في أغلب الأحوال ، من العائد على الاستثمار في الأسهم ، استطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين . فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ ألف دولار ، على سبيل المثال ، سوف يحصل على عائد استثماري ، كما لو كان استثمار مبلغ ١٥٠٠ دولار مثلاً . وهذه من الميزات التي تتحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري . ومعلوم أن مثل هذا الإجراء لا يجوز ، ولكن يمكن تصميم بديل مقبول من الناحية الشرعية ، ينهض بغرضه ضمن دائرة المباح .

٤- لماذا الصناديق الاستثمارية ؟

أما الباعث على ظهور الصناديق الاستثمارية فهذا ما سنحاول الإجابة عنه هنا . تنقسم المجتمعات الإنسانية منذ القديم إلى فئتين : فئة الفاضل ، وتتكون من أولئك الأفراد الذين يتوافر لهم مدخرات ، تفيض عن حاجتهم الآنية ، وفئة العجز ، وهم الذين يحتاجون إلى أموال لغرض الاستثمار ، مثل التجار وأرباب الصناعة ... إلخ .

وكانت العلاقة بين هاتين الفئتين في القديم علاقة مباشرة ، حيث يتم نقل الفوائض المالية إلى فئة العجز ، من خلال هيكل العلاقات الاجتماعية القائمة ، كالقراية والحوار والصدقة والانتماء إلى نفس المهنة أو القبيلة... إلخ ، حيث تكون المعلومات الصحيحة في متناول الفرد ، كما أن لديه القدرة على المتابعة والمراقبة والتحصيل بصفة مباشرة ، إلا أن مثل

هذا الترتيب كان عاجزاً عن النهوض بحاجات المجتمع ، بعد أن توسعت النشاطات الاقتصادية ، وكبر حجم المجتمعات ، فلم يعد ممكناً للفرد أن يتحقق من صحة المعلومات التي يقدمها مستخدمو الأموال ، كما لا يتمكن من المتابعة والتحصيل للقروض والمشاركات ، إلا بتكاليف باهظة . فولدت البنوك التجارية كمؤسسات ، غرضها الأساسي التخصيص في التحليل الائتماني ، وتحقيق اقتصاديات الحجم الكبير ، في جمع المعلومات وتحليلها ، فأصبحت وسيطاً مالياً ، يعزل فئة العجز عن فئة الفائض . فأرباب الأموال ليس عليهم إلا الاطمئنان إلى المؤسسة المصرفية ، التي يودعون أموالهم فيها ، ولديها القدرة المالية على رد أموالهم إليهم ، عند حلول الأجل ، ولا حاجة بهم إلى الاهتمام بالاستخدامات النهائية لأموالهم ، فذلك يعود إلى أن المؤسسة المصرفية تضمن الأموال لأولئك المودعين ، لأنها تحصل عليها على أساس القرض ، فتستفيد هي من قدراتها الفائقة في جمع المعلومات وتحليلها . فالمخاطرة التي يتحملها المدخر هي مخاطرة البنك فقط ، أما مخاطرة الاستثمار فيتحملها بصورة مباشرة البنك وحمله أسهمه ، وليس المدخر .

وحلي أن هذا التطور ، أي ظهور البنوك التجارية ، إنما وقع بسبب التكلفة العالية للحصول على المعلومات ، فكان طبيعياً لما تحسنت سبل الاتصال ، وارتقت وسائل الحصول على المعلومات ، وتطورت أسواق المال ، بحيث أضحت وعاء تتجمع فيه المعلومات الصحيحة والدقيقة والآنية عن أحوال الأسواق ووضع الشركات ... إلخ . وعند توفر ذلك كله ، اتجه المدخرون مرة أخرى إلى الرغبة في إلغاء دور الوسيط المالي (البنك التجاري) ، والاتجاه مباشرة إلى مستخدمي الأموال ، أي إلى فئة العجز . إن الفرق الأساسي بين استثمار الأموال في البنك التجاري واستثمارها في أسواق المال ، هو أن المدخر يتحمل ، من خلال هذه الصلة المباشرة ، مخاطرة استخدام الأموال بنفسه ، ولذلك جاءت الصناديق الاستثمارية ، لكي توفر للملايين المدخرين هذه الفرصة . فلا غرابة أن نجد دور البنوك التجارية ، في كثير من دول العالم ، وبخاصة في الولايات المتحدة ، في انحسار مستمر ، منذ عقدين من الزمان ، وظهر التزايد المستمر في الاستثمارات المباشرة ، التي يتحمل فيها أرباب الأموال مخاطرة الاستخدام النهائي لأموالهم . وتدل الإحصاءات على أن عدد البنوك التجارية في الولايات المتحدة سنة ١٩٨٤ م

كان ١٤٤٩٦ ، لكنه انخفض في سنة ١٩٩٣م إلى ١٠٩٥٩ فقط ، أي أكثر من ٣٠٪^(١) ، كما أن نصيب البنوك التجارية من الأصول المالية كان يساوي ٤٠٪ ، في الولايات المتحدة سنة ١٩٧٣م ، ثم انخفض إلى نحو ٢٤٪ سنة ١٩٩٣م^(٢) .

٥- عمليات الصناديق الاستثمارية

(أ)- التسعير

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق . وتحدد الصناديق الاستثمارية ، في نظام تأسيسها ، ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة . فإذا كانت مغلقة ، لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات ، إلا في آخر يوم من عمر الصندوق . على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة ، إذ يمكن التعرف على قيمتها ، من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات ، أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين .

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً ، فإن المدير يحدد يوماً معيناً ، كالأربعاء من كل أسبوع ، إذا كان أسبوعياً ، أو اليوم الأول من كل شهر ، إذا كان شهرياً ، وهكذا . ويسمى يوم التسعير ، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية ، وهو السعر الذي يمكن بناءً عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ، ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار . ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق . فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم ، اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق ، مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق ، من أرباح الشركات ، أو فروق سعر الصرف ، أو ما إلى ذلك . فإذا أراد المستثمر الخروج ، يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق ، بالسعر المعلن . وإذا أراد مستثمر جديد

١- Bankers Magazine July / August 1994 . P.5

٢- Wall Street Journal / July 14-93 . P.1

الدخول ، يمكن له الشراء بذلك السعر ، لأن بإمكان المدير توظيف هذه الأموال الجديدة ، في أسهم جديدة ، يشتريها بالسعر السوقي . فهو عندئذٍ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد . وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج . وفي الصناديق ذات الانضباط الشرعي ، يلزم لتداول الوحدات أن تتحقق شروط ، منها أن أصول الصندوق لا بد أن تكون أصولاً عينية حقيقية ، وليست ديوناً أو التزامات مالية . ذلك أن التداول هو نوع من البيع لهذه الوحدات ، فإذا كان ما تمثله ديوناً ، آل تداولها إلى بيع الدين ، وهو ممنوع ، لغير من هو عليه ، بغير قيمته الاسمية .

(ب) - الرسوم على المشتركين

تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين ، لتغطية جزء من تكاليفها ، ولا سيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال .

وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم ، ابتداءً عند الاشتراك ، وتسمى (Load - Funds) . وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ، ولكن يحصل عليها السوق . بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق . وتربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق ، بحيث تتناقص تلك الرسوم ، بقدر ما تطول هذه المدة ، أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه ، فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج ، وتسمى هذه الصناديق (No-Load Funds) . وفي الصناديق المغلقة ، التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ، ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسمسار في السوق .

(ج) - الاسترداد والتداول

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية ، فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب ، وتعتمد الصناديق المفتوحة على

ما يسمى بالاسترداد ، حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية . أما الصناديق المغلقة ، فلا تتحقق السيولة فيها ، إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة . ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة ، يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين ، الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير . ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير ، وعلى عمر الصندوق ، والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق . ومن الجلي أن هذه السيولة المستبقاة لا تدر عائداً للصندوق (أو لا تدر عائداً مجزياً لقصر أجلها) ، ولذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها . ويفترض أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد ، في يوم التسعير ، سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه . ولذلك فإن السيولة المستبقاة تكون عند الحد الأدنى .

وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار ، بطريقة يتحقق معها قدر من السيولة ، في كل يوم تسعير ، دون الحاجة إلى تعطيل الأموال ، خلال مدة الصندوق ، حتى لو كانت مدة قصيرة ، لأسبوع أو نحوه . ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد ، يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق ، وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه . ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق ، منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار ، بل برد جزء منه فحسب ، لمن يأتي أولاً ، وتطلب من الآخرين الانتظار . وفي أحيان أخرى ، يتفق الصندوق مع إحدى المؤسسات الكبيرة التي تقدم له (مقابل رسوم محددة) التزاماً بتوفير السيولة له ، عند الحاجة إليها ، أو الالتزام بشراء الوحدات ، التي لا يستطيع الصندوق استردادها ، لعدم توفر السيولة له .

(د) - رسوم الإدارة

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته . وتصمم طريقة احتساب رسوم المدير ، بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق ، بما يفيد جميع المشاركين ، ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق . ويقوم

المدير عندئذٍ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير . ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها . ويتراوح أحوال الإدارة غالباً بين ١٪ إلى ٥٪ من القيمة الصافية . فتزيد أحوال المدير كلما كبر حجم أصوله .

فإذا اعتبرنا المدير وكيلًا عن المستثمرين ، فهي وكالة بأجر ، فلزم أن يكون الأجر معلوماً ، لصحة الوكالة ، لأن حكمها حكم عقود المعاوضات الأخرى ، ولذلك يجب أن يكون الأجر معلوماً مقدماً ، وليس في نهاية فترة الإدارة . وإن كان على أساس المضاربة ، فللمدير أن يحصل على جزء من الربح ، المتولد من الاستثمار .

(هـ) - الاحتياطات

تحتفظ الصناديق عادةً باحتياطات ، تقتطعها من الأرباح ، والغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه ، وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات . وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق ، وتعد جزءاً من الأموال فيه ، بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته ، إن كان له مدة .

٦- أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي :

(أ) ذكرنا سابقاً أن الصناديق الاستثمارية إنما وقع لها القبول ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي ، فهي تضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة ، وانصراف رغباتهم عن توسط المصارف ، لعزل المخاطرة .

فليلون هم الذين يدركون أن البنوك الإسلامية كان لها قصب السبق ، وفضل الريادة ، في توطيد هذا الاتجاه . ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي معتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطوراً في الوساطة المالية . فعقد المضاربة ، الذي اعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية ، لا يجعل المصرف مقرضاً من أرباب الأموال ، كما لا يولد علاقة مديونية بين

المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف في مكان مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال، وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات، من حيث الربح والمخاطرة. ولكنه لا يتولد من تحمل المصرف للمخاطرة الائتمانية، نيابة عن أصحاب الأموال. فإذا خسرت الاستثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية، بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها.

من الجلي إذاً أن نفس المنطق الذي كان أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها، هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي، الذي يعتمد، في جانب الخصوم، على عقد المضاربة.

وفي حين أن البنوك التجارية لم تتعرف على أنواع الاستثمارات، التي تكون خارج نطاق الميزانية إلا بإداراتها للصناديق الاستثمارية، فإن نموذج المصرف الإسلامي اعتمد استثماراته لأموال الآخرين خارج نطاق ميزانيته، لأنها غير مضمونة على المصرف، وسوف نجد، عند استعراض العلاقات التعاقدية بين أطراف هذه الصناديق، أنها تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال، بعقود شبيهة بالمضاربة، كما هو حال البنوك الإسلامية.

(ب) ان إنشاء بنك إسلامي في بلد اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد، إذا لم يكن القانون موجوداً، أو إصدار قانون خاص، ودون ذلك كله خرط القتاد، إلا أن إنشاء صندوق استثماري أمر ممكن، في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق، في أي مكان من العالم، لأن تلك القوانين أخذت باعتبار ما أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين، الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار. ولما كان هدفنا هو في النهاية رفع بلوى الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية، فبأي وسيلة تحقق الهدف، فهذا أمر حسن، وإنجاز لا يستهان به، ومن هنا فالصناديق الاستثمارية بالغة الأهمية في مرحلة تطورنا الحالية.

(ج) لا ريب أن البنوك الإسلامية قد نمت وتزايد عددها ، حتى بلغت مائة أو أكثر ، ولكن لو نظرنا إلى القطاعات المصرفية في بلاد المسلمين لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة . ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات المسلمة يجب أن يأخذ باعتباره أنه ما لم يكن هذه الآلاف المؤلفة من البنوك القائمة ، التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين ، ما لم يكن لها دور مباشر بهذا المشروع ، ففرص نجاحه قليلة . ولا ريب أن للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في هذا المجال ، لأنها تمثل أول تذوق للبنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي ، يستطيع من خلال إنشاء صندوق استثماري ، أن يختبر حقيقة ما ندعي من أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال على الحرام ، ويجنون أن يتعرفوا على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً ، ليزوب الجليلد بينهم وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي ، والناس أعداء ما جهلوا .

(د) وتتميز الصناديق الاستثمارية على النوافذ في البنوك التقليدية في أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها ، لأن لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك ، والقوانين تمنع الاختلاط بين أمواله وأموال الصندوق ، مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ، ولا حدود لنموها وحجمها ، وهي بخلاف النوافذ ، لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري ، أو نظام عمله ، أو تعين كادر جديد من الموظفين .

(هـ) ولهذه الصناديق أهمية في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية ، ذلك أن الانتقال العظيم للرساميل ، لغرض الاستثمار ، في العقدين الماضيين ، إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية . فهذه الاستثمارات الأجنبية ، في دول شرق آسيا والصين ، التي تدل الإحصاءات على أنها تقارب ٤٠٠ مليار دولار ، إنما جرى إستقطابها من ملايين المستثمرين ، عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة . ليس هذا هو اللافت للنظر ، بل العجيب أن نجد أموال المسلمين تذهب أولاً إلى مديري الصناديق في أمريكا وأوروبا ، لتجري إعادة استثمارها في مناطق العالم ، بما فيها بلاد المسلمين ، ولكن بصفة غير مباشرة . ولذلك فإن اهتمام المسلمين بهذه المسألة حري بأن يوفر آلية للاستثمار الإسلامي .

٧- علاقة البنوك بصناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هي شركات تسجل على صفة شخصية اعتبارية ، ذات مسئولية محدودة ، غرضها جمع الأموال ، ثم استثمارها لغرض توليد الربح لأصحاب الأموال ، بالضوابط والشروط المتفق عليها ، والمعلنة في نشرة الإصدار ، وفي أحكام وشروط الاكتتاب. وتسمح القوانين في أكثر بلاد العالم^(١) في تسجيل هذه الصناديق كشركات مساهمة ، لها مجلس الإدارة الخاص بها ، ورأس مالها ، وتصدر عندئذ نوعين من الأسهم ، الأسهم التي يحملها مؤسسو الشركة (تسمى فئة أ) ، والأسهم التي يحملها المستثمرون وتكون على شكل وحدات متساوية القيمة . ولذلك فهي مشروع مالي لا يرتبط بالبنوك ، ولكن مع ذلك فلننا نجد صناديق الاستثمار هي في الغالب من نشاط البنوك . ولعل أهم أسباب ذلك ما يلي :

(أ) يمكن للبنوك من خلال صناديق الاستثمار أن تزيد من حجم الأموال تحت إدارتها ، دون الحاجة إلى زيادة رأس المال . ذلك أن صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك واقعة خارج ميزانيتها ، ولذلك لا ترتبط بعلاقة نسبية مع رأس مال المصرف . ذلك أن القوانين المنظمة لعمل البنوك تلزمها أن لا يقل رأس مال البنك عن ٨٪ (أو أكثر أو أقل بحسب البلد) من جملة الأصول (أو الخصوم) . ولذلك نجد بعض البنوك تدير صناديق استثمارية تساوي حجم البنك بكامله ، أو تزيد .

(ب) يمكن للبنك أن يحصل على دخله من الصناديق الاستثمارية ، على صفة رسوم (مثل رسوم الإدارة ، ورسوم الاشتراك... إلخ) ، بينما يحصل البنك من نشاطه الرئيسي ، وهو الائتمان ، على سعر الفائدة . وتفضل البنوك الدخل المعتمد على الرسوم على ذلك المعتمد على الفائدة ، لأنه أجزل وأكثر استقراراً^(٢) .

١- ومن الاستثناءات المشهورة لذلك ألمانيا واليابان والمملكة العربية السعودية .

٢- ولذلك نجد الإحصاءات تدل على أن جزءاً متزايداً من الدخل يتولد عن الرسوم في البنوك الأمريكية .

(ج) لأن البنوك في إدارتها للصناديق الاستثمارية تستطيع الاعتماد على الخبرات الخارجية في الإدارة ، وتركز على عناصر التميز لديها ، وهي التسويق .

٨- الفروق الأساسية بين التمويل المصرفي والتمويل بواسطة صناديق الاستثمار

رب قائل : لماذا نحتاج إلى صيغة الصناديق الاستثمارية ، لتمويل البنية الأساسية ، ولدينا البنوك التي تستطيع أن تنهض بمهمة التمويل بالقروض أو غيرها من صيغ التمويل المصرفية ؟ الواقع أن المهمة التي يمكن أن تقوم بها الصناديق بالصفات المذكورة آنفاً ، غير ممكنة للبنوك ، للأسباب التالية :

(أ) من طبيعة الإقراض في المصارف التجارية أن يكون قصير الأجل ، ولذلك لا تتجه هذه البنوك إلى تمويل مشاريع البنية الأساسية ، لطول مدة التمويل ، وعظم المخاطرة المتضمنة فيها . وفي الحالات التي تكون السوق المالية المحلية متطورة ، وقادرة على تقديم الصيغ والآليات اللازمة لتصكيك الديون Securitization ، فقد تقوم هذه البنوك بما يسمى origination لتلك الديون ، ثم تحويلها إلى أدوات مالية قابلة للتداول ، وهو ما تعده أكثر الدول النامية . وحتى في حالة تصكيك الديون ، فإن هذه العملية تحتاج إلى إنشاء صندوق استثماري ، تتحول إليه الديون ، وبخاصة عندما تكون ديوناً عظيمة ، يشترك في شرائها عدد كبير من المستثمرين .

(ب) إعطاء الفرص للمواطنين للاستجابة مباشرة لخطاب خدمة الوطن ، وتحمل من المخاطرة المقدار الذي يرغبون في تحمله .

(ج) تتجه البنوك في الوقت الحاضر إلى التركيز على مصادر الدخل ، المعتمدة بصفة أساسية على الرسوم ، وليس الفائدة ، لما تتمتع به هذه الدخل من استقرار ، مقارنة بالفائدة التي تنسم بالتقلب . ومن جهة أخرى ، فإن البنوك بهذه الطريقة تستطيع الحصول على الدخل ، دون تحمل المخاطر الائتمانية في رأس مالها مباشرة ، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة استخدام رأس المال . وتعد الرسوم التي تحصل عليها البنوك من إدارة الصناديق

الاستثمارية من أهم مصادر الدخل . وفي نفس الوقت فإن الصناديق تستفيد من كافة الخيرات والقدرات المصرفية المتوافرة للبنوك ، دون الحاجة إلى تحمل مباشر لمخاطر الاستثمار .

٩- المتطلبات الأساسية لاستخدام صناديق الاستثمار في تمويل مشاريع البنية الأساسية :
حتى يمكن استخدام صيغة الصناديق الاستثمارية لتعبئة المدخرات ، ثم توجيهها إلى الاستثمار في مشاريع البنية الأساسية ، لابد من أن يتوفر في القطر متطلبات أساسية ، أهمها :

(أ) وجود القوانين والأنظمة التي تضبط عمل الصناديق
لابد لتحقيق أغراض هذه الصناديق من وجود القوانين التي تنظم العلاقات بين أطراف الصناديق من مديريها لها وبنوك وشركات استثمار ، ومستثمرين وشركات ، تستفيد من الأموال المجمعة في الصناديق لتمويل عملياتها . وهذه القوانين تتعلق بإنشاء الصناديق وتداول وحداتها والمؤسسات التي يمكن لها تسويقها والحماية للمشاركين فيها .

ومن الجلي أن العلاقات التي تنشأ بين هذه الأطراف يتولد عنها العديد من التعقيدات التي تحتاج إلى تدخل جهة مركزية في تنظيمها ، وتقديم الحلول المناسبة لها ، والأحكام الملائمة في القضايا المتعلقة بها . كما تفيد هذه القوانين في تبسيط إجراءات تسجيلها وإدارتها .

(ب) وجود سوق يمكن تبادل وحدات الصناديق فيه :
إن مطلب السيولة من أهم أولويات الاستثمار ، وبخاصة لصغار المدخرين . وتحقيق السيولة في الاستثمار في الصناديق ، عندما تتوفر العناصر التي تمكن من تبادل وحدات الصناديق ، بتكاليف متدنية .

ويمكن أن يكون هذا السوق رسمياً كسوق البورصة ، حيث يجري إدراج الصندوق في قائمة السوق ، وتقع بعد ذلك تبادل وحداته بيعاً وشراءً من قبل المستثمرين ، كما يمكن أن يجري التبادل عن طريق البنوك مباشرة .

هذا بالنسبة للصناديق المغلقة، أما الصناديق المفتوحة فإن خاصية السيولة تكون موجودة فيها ، دون الحاجة إلى مثل ذلك السوق ، وذلك عن طريق ما يسمى الاسترداد .

(ج) وجود أصول حقيقية مملوكة للصندوق :

لا تقتصر صناديق الاستثمار التقليدية على الأصول الحقيقية كالأعيان والمنافع ، بل تكون جملة أصولها على صفة ديون والتزامات مالية ، إلا أن الإجماع عند علماء المسلمين أن بيع الدين لا يجوز إلا بمثل قيمته الاسمية ولمن هو عليه ، في أحله . ولذلك فإنه حتى يصح تبادل وحدات الصندوق ، لا بد أن تكون الأصول المكونة لموجوداته أصولاً غير نقدية، أي ليست من النقود أو من الديون ، وإنما من الأصول الحقيقية القابلة للبيع من الناحية الإسلامية ، مثل الآلات والمعدات والأراضي والعقارات أو المنافع التي يجوز أن يقع عليها البيع. ولذلك فإن الصناديق التي تقترحها لهذا الغرض هي صناديق تأجير ، أو صناديق تمتلك أصولاً حقيقية ، كالأراضي والمعدات وما إلى ذلك .

(د) وجود صانع السوق

من المفضل وجود صانع للسوق لضمان قدر من الاستقرار والانضباط في سوق هذه الوحدات . والوظيفة الأساسية لصانع السوق هو أن يقف مستعداً للبيع والشراء ، لغرض منع قوى السوق من دفع أسعار الوحدات ، بفعل ظروف وقتية ، إلى الارتفاع أو الانخفاض الحادين . إن التقلبات الحادة تؤدي إلى الإضرار بالصندوق ، على المدى الطويل. ويمكن أن يكون صانع السوق أحد البنوك الكبيرة أو إحدى شركات الاستثمار المتخصصة .

(هـ) تحقيق المشروع إيراده بصفة ذاتية

هناك فرق جوهري بين مشروع قادر على تحقيق إيراده بصفة ذاتية ، ومن ثم يعتمد الممولون ، وهم المستثمرون في الصندوق ، في تحقيق العوائد ، على ذلك الدخل ، وبين مشروع آخر يحتاج إلى تمويل لغرض الإنشاءات ، دون أن يحقق إيراداً ذاتياً . في النوع الثاني

من المشاريع - مثل بناء المدارس للحكومة - لا يكون بصيغة التمويل باستخدام الصناديق جدوى (من جهة صاحب المشروع) ، إذ إنها تؤدي إلى زيادة تكلفته عن سعر الفائدة. وباعتبار أن المدين في مثل هذه المشاريع هو الحكومة ، التي تستطيع الحصول على قروض متدنية الفوائد ، فإن على المستثمرين في الصندوق أن يقبلوا هذا المستوى من العائد المالي ، أو أقل منه .

ولذلك تصبح عملية إنشاء مثل هذه الصناديق متدنية الكفاءة ، لأنها تزيد على تكلفة إصدار السندات الحكومية ، ومن ثم لا تقدم عليها الحكومة ، ويتحمل المستثمر فيها مخاطرة تزيد على مخاطرة سندات الحكومة ، ولذلك فإنه لا يقدم عليها . على ذلك يمكن القول إن النموذج الذي نعرضه في هذه الورقة صالح بصفة أساسية لتمويل المشاريع القادرة على تحقيق إيرادات ذاتي . على أن جانباً آخر مهماً يظهر في هذه الصيغة عندما يعمل الصندوق بصيغة الإيجار الذي ينتهي بالتمليك ، في علاقته مع الحكومة ، ففي هذه الحالة فإن الحكومة ربما تكون مستعدة لدفع معدل عائد يزيد عن تكلفة إصدار السندات ، لأنها في هذه الحالة تحصل على الأصول المطلوبة ، دون أن تحمل الميزانية السنوية مزيداً من الديون ، إذ المعروف أن التأجير صيغة تمويل خارج الميزانية. وهذا مطلب مهم في ظل رغبة الحكومة في تقليل عبء الديون .

١٠- صيغة تمويل مشروع للصرف الصحي باستخدام الصناديق

إن المشاريع التي يمكن تمويلها بواسطة صناديق الاستثمار كثيرة ومتعددة ، وتكاد تستغرق كافة جوانب المشاريع البنية الأساسية ، وما نقدمه هنا ليس إلا مثلاً لتوضيح الفكرة .

لنفترض على سبيل المثال أن مدينة س ترغب في إنشاء مشروع للصرف الصحي ، يعتمد على استثمار القطاع الخاص في إنشاء المشروع ، واسترداد رأس المال مع الربح ، خلال عدد من السنوات . ولنفترض وجود شركات مقاولات قادرة على إنشاء المشروع ، وتستطيع إدارته بعد إنشائه . وما نحتاج إليه هو التمويل على مدى عدد من السنوات (٢٥ سنة مثلاً) ،

ينتقل بعدها إلى ملكية الحكومة مثلاً ، أو يستمر مدراً للدخل إلى جهة حكومية .

يتكون المشروع من شبكة الصرف الصحي ، ومن محطات التنقية الخاصة بها ، والمعدات المكملة .

ويتمثل الدخل (التدفقات النقدية) للمشروع من الرسوم التي يدفعها أصحاب المنازل ، والمستفيدين من الشبكة بصفة دورية (شهرياً أو كل ربع سنة) . أما النفقات فهي نفقات إنشاء المشروع ثم نفقات الصيانة .

ومن المتوقع أن التدفقات النقدية لن تبدأ إلا بعد اكتمال أجزاء من المشروع ، وشروع الناس في دفع الرسوم المقررة، مع أنه لا يستبعد إمكانية إلزام الناس بدفع الرسوم مبكراً .

لو أن صندوقاً استثمارياً قام لغرض التمويل ، فإن الخطوات التالية تقدم لنا صيغة محتملة لعمل هذا الصندوق يحقق الغرض :

أ- يقوم أحد البنوك بإنشاء الصندوق ، وجمع الاشتراكات فيه، ويكون غرض الصندوق تمويل مشاريع البنية الأساسية ، وهو صندوق مغلق ، تكون وحداته قابلة للتداول في سوق منظمة ، أو عن طريق صانع السوق . ويمكن أن يغلق الصندوق عند الحد من الحجم المالي الذي يغطي تكلفة المشروع كاملة ، كما يمكن له أن يغلق عند حد أدنى من ذلك . وفي الحالة الأولى يمكن للصندوق أن يستثمر أمواله في استثمارات مالية قصيرة الأجل ، في الفترة التي تسبق صرف جميع نفقات المشروع. أما في الحالة الثانية فيمكن للصندوق استخدام الرافعة (Leverage) ، وذلك بتمويل جزء من المشروع بطريقة المراجعة أو الاستصناع .

ب- يقوم الصندوق باستئجار كافة مسارات شبكة الصرف الصحي من الحكومة إجازة طويلة الأجل (٥٠ سنة مثلاً) ، برسوم رمزية أو مجاناً ، واستئجار مواقع محطات تنقية مياه

الصرف الصحي ، وامتلاكها مباشرة . ولا يلزم أن يحصل الصندوق على هذه المنافع بالاستئجار ، بل يكفي بالغرض أن يحصل عليها مجاناً من الحكومة ، وعندئذ يكون امتلاكه لها بالهبة ، وهي من نواقل الملكية . فالغرض المقصود أن يكون لدى الصندوق أصول أو منافع قابلة للتداول .

ج- يقوم الصندوق بتمويل عمليات إنشاء مشروع الصرف الصحي على تلك المسارات المستأجرة من الحكومة ، وتكون شبكة الصرف عندئذ ملكاً للصندوق . ويوكل لشركات المقاولات أمر إنشائها ، ولشركة إدارة المشروع تشغيله ، بعد الانتهاء من الإنشاءات .

د- يكون الصندوق في هذه المرحلة قد استنفد كافة موارده المالية ، ولكنه بدأ يستفيد من التدفقات النقدية المتمثلة في الرسوم التي يدفعها الناس .

هـ- تمثل التدفقات النقدية عائداً شهرياً يقبضه المستثمرون ، وهم حملة الوحدات الاستثمارية في الصندوق بصفة دورية ، وهي تمثل المبلغ الصافي بعد دفع الإيجارات الرمزية للحكومة ، وتكاليف صيانة الشبكة .

و- ونجاح مثل هذا البرنامج يحتاج إلى عدة متطلبات أساسية منها :

* تحديد الرسوم :

على الحكومة أن تحدد الرسوم بطريقة تحقق العائد المناسب على الاستثمار ، دون أن يؤدي ذلك إلى إرهاب المواطنين ، وأن تكون رسوماً متغيرة ، تأخذ باعتبارها الفرص البديلة وتكاليف الأموال ، حتى تحقق الاستقرار لأسعار وحدات الصندوق .

* مخاطر الاستثمار :

إذا أغفلنا المخاطر السياسية والبيئية ، فإن المخاطر التي يواجهها الصندوق هي بصفة أساسية : المخاطر الائتمانية Credit risk ، المتمثلة في ماطلة المشتركين ، أو عجزهم أو

توقفهم عن سداد الرسوم . ويمكن للحكومة ، رغبة في تشجيع هذا الاستثمار النافع ، من الناحية الاجتماعية ، تقليل هذه المخاطرة ، بربط رسوم شبكة الصرف الصحي بأمر يصعب على الناس تحمل انقطاعه كالكهرباء . فينص على أن عدم دفع فاتورة الصرف الصحي سيؤدي إلى انقطاع الكهرباء عن المنزل أو الوحدة السكنية .

ز- تداول الوحدات والاسترداد :

سواء كان الصندوق مغلقاً تتداول وحداته في سوق منظمة ، أو كان مفتوحاً تعتمد السيولة فيه على الاسترداد ، فإن تسهيل المستثمر لوحداته في الصندوق إنما يتم على أساس البيع للآخرين .

وحتى تكون شروط صحة البيع متوافرة ، لا بد أن يقع العقد على أصول قابلة للبيع . ووحدات الصندوق المذكور تمثل منافع ، وهي مسارات الشبكة المستأجرة من الحكومة ، وأعياناً وهي الشبكة المملوكة للصندوق . ومن ثم يمكن تداولها بالبيع .

١١- صيغة تمويل شق الطرق باستخدام صيغة صناديق الاستثمار

يمكن أن نسير على نفس المنوال السابق في استخدام صناديق الاستثمار ، لتمويل شق الطرق . فيقوم الصندوق باستئجار مسار الطريق لمدة طويلة (٥٠ سنة مثلاً) من الحكومة ، بأجرة رمزية (أو الحصول على ذلك مجاناً) ، ثم تستخدم الأموال فيه لتمويل إنشاء الطريق ، ثم بعد اكتماله يفرض رسوم مرور يتفق عليها مع الحكومة . ويمثل رسم المرور هذا التدفقات النقدية التي توزع على المشاركين في الصندوق .

ويكون الصندوق مغلقاً طول مدة حياته ، على أن وحداته قابلة للتداول ، لأن كل واحدة منها تمثل حصة شائعة في المنافع التي يولدها المسار المستأجر من قبل الصندوق . ومن الجلي أن مثل هذا المشروع قليل المخاطرة ، ولذلك فإنه يكون قادراً على اجتذاب المستثمرين ، حتى بعوائد قليلة .

ولا يلزم أن تغطي الأموال في الصندوق جميع تكلفة المشروع ، إذ يمكن إغلاق هذا الصندوق ، على مبلغ يقل عن التكلفة الكلية ، ثم استخدام الرافعة (Leverage) .

د. محمد العلي القري

أهم المراجع

- John Downes and Jordan Elliot Goodman .
Finance and Investment Handbook.
New York , Barrons , 1990.
- Amy L. Domini and Peter D. Kinder.
Ethical Investing.
Reading , Mass, Addison - Wesley Inc. . 1986.
- Rodney Wilson.
Economics, Ethics and Religion.
New York Unit. Press .
1997
- Bruce Jacob's .
All about Mutual Funds.
Chicago , Probes, 1994.
- Frank Capiello
Closed - end Funds .
Chicago , International Publication , 1992.
- Jonathon Baskin and Paul Miranti.
A History of Corporate Finance .
London , Cambridge , 1997.
- Chet Currier
The Investors Encyclopedia.
New York , Franklin Watts , 1987.
- Bruno Solnik .
International Investments
Reading , Mass . Addison - Wesley publish . 1996.

- Albert J. Fredman & Russ Wiles
How Mutual Funds Work
New York , New York Lstitute of Finance 1993.
- John Bogle
Bogle on mutual Funds.
Irwin . 1993.
- Mohammed A. Elgari
Islamic Investment Funds on means for reissue Inobilization.
IDB, IRTI.
- Islamic Investment Funds as means for resources mobilization . In :
Islamic Financial Instruments for public sector resource mobilization ,
Edited by : Ausaf Ahmed and Tariqullah Khan . IDB, IRTI 1997 pp
249 - 266 .